

経済と経営 32-2 (2001. 9)

〈論文〉

米国ビジネス・エンジェルの行動様式
——ベンチャーキャピタリストとの比較

汪 志 平

1980年代以降, アメリカは大企業経済から起業家経済へ移行し始めた (corporate economy → entrepreneurial economy)。それを典型的に示す指標として, たとえば, Fortune 500 (大企業) の雇用比率は, 1970 年の約 1/4, 1980 年の約 1/5 から, 1999 年の 1/14 へと急減した。また, 年間新規開業数をみると, 1970 年は約 20 万社であったが, 1980 年代には 60~77 万社, そして 1990 年代半ばには 90 万社まで急増したのである。アメリカ国民のドリームは昔の「自分の家を持つこと (to own one's own home)」から, 「自分のビジネスを持つこと (to own one's own business) へと変わりつつある。

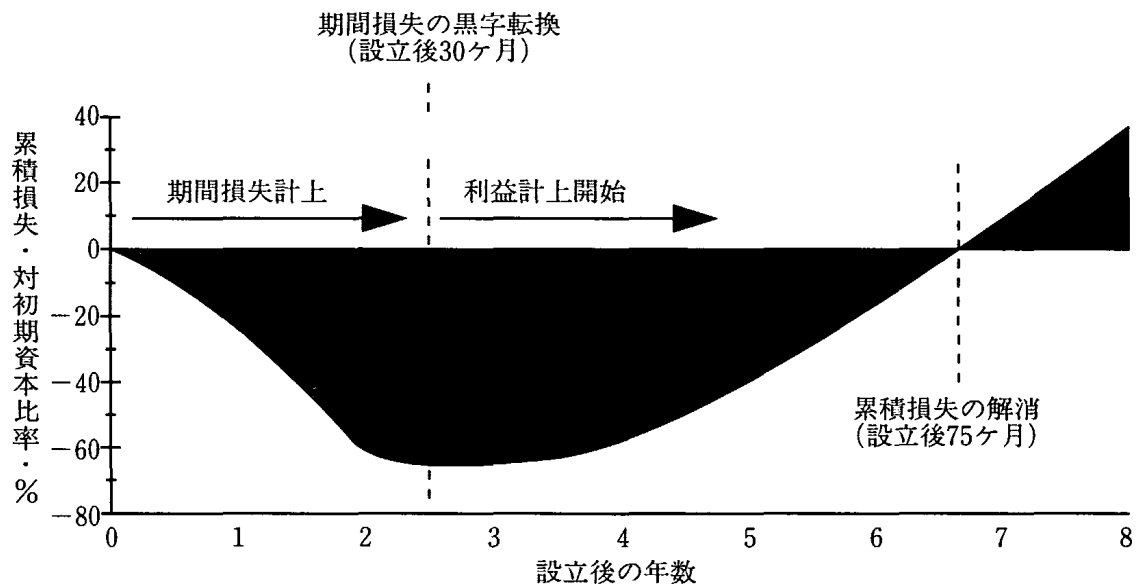
このように, 米国には毎年約 90 万社のニュービジネスが誕生してくるが, うち 90% 以上は成長志向の弱い「盆栽症状 (bonsai syndrome)」をかかっているライフスタイル企業 (lifestyle firms) である。投資家の目からみれば, 彼らは魅力的な投資先ではないから, 企業金融は主に自己資金や縁故資金, クレジット・カード, 取引先からの融資, モーゲージ・ローン, マイクロ・ローンなどによって賄われる。

これに対して, 年間売上 50% 以上の成長を果たす「潜在的成長力の高い企業 (high-potential firms)」が, 新規創業の 1% 未満を占める。彼らは通常, 創業 5 年以内に売上 5 千万ドル (60 億円) 以上, 従業員 50 人以上に達するこ

とを目標としている。

しかし、急成長を実現するには、原材料・部品の調達、販売・物流部門の編成、生産要員の採用、サンプル出荷、トレードショー・デモなどのマーケティングなど、多額の資金を要する。急成長企業は設立後しばらく収益赤字が続き、累積損失は膨らみ、累積損失がなくなるまでには、通常6～7年にかかる。図1は、1972～82年の米国ベンチャー企業157社の平均的な損益状況を追ったものである。

図1 ベンチャー企業の損益状況



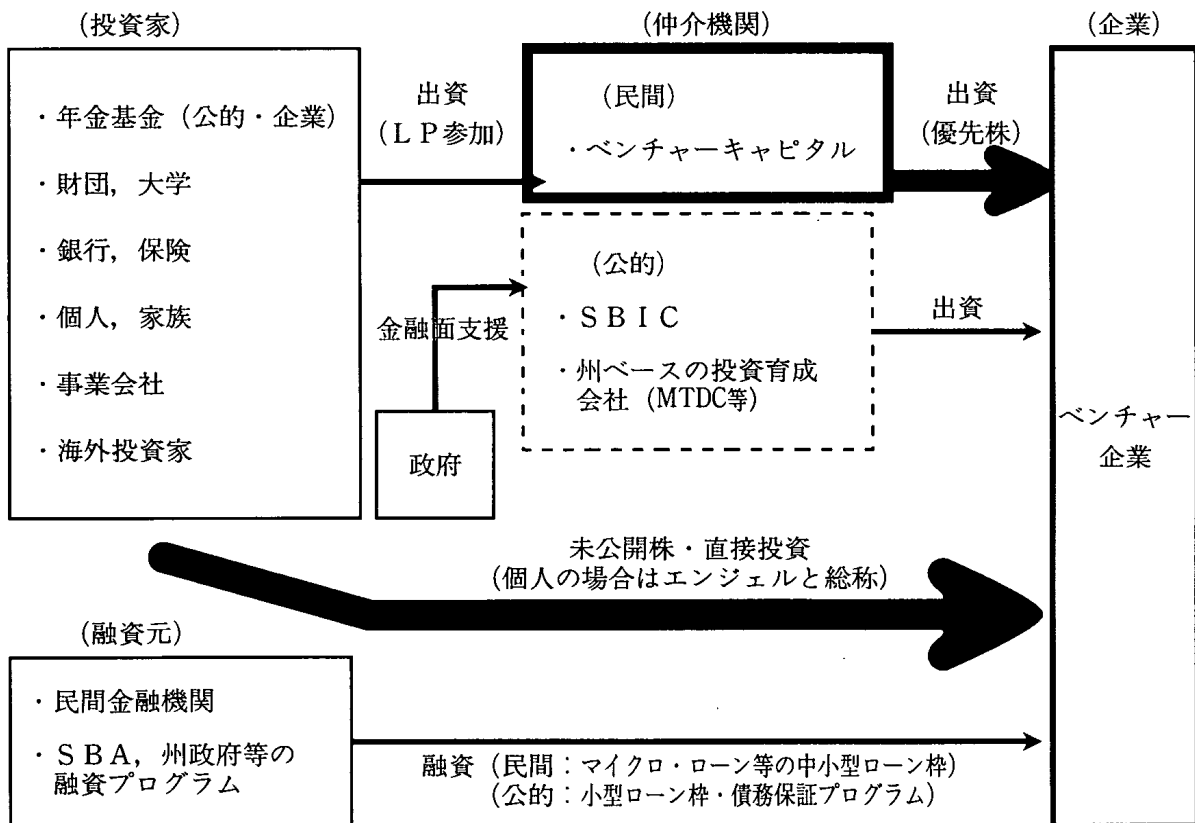
出所：Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1992), p. 5。

しかも、事業リスクの高いベンチャーには、負債形態の資金調達は行いにくい。与信枠の制限されたクレジット・カードや、十分な担保を提供した借入は別として、一般の民間金融機関から借入れることは難しい。借入は家族・知人・取引先のような縁故先や、政府自治体からの債務保証を得て民間から借入れるケース、または公的金融機関からのローンが中心である。

このため、ベンチャーの資金調達は、エクイティ調達が中心にならざるを

得ない。エクイティ調達の場合、ベンチャーの株式に投資してくれる主体として、米国ではベンチャーキャピタル・ファンド（VC funds, VC firms）と、ビジネス・エンジェル（business angel）と呼ばれる個人投資家がある。ベンチャーの株式を引き受ける者がいなければ、DEC, Apple, Intel, Federal Express, Sun Microsystems のようなベンチャー企業の成功例は生まれなかったのである。図2には、米国のベンチャー・ファイナンスの全体像を示している。

図2 米国のベンチャー・ファイナンスの全体像



出所：小野正人（1997 年），114 ページ。

まず公的資金供給としては、SBIC（中小企業投資会社）や州の支援する公的な投資会社による出資や、SBA（中小企業庁）・州の融資保証のような公的な支援制度がある。

米国のベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業向けの投資業務に特化した金融会社である。その特質として、金融会社でありながら、銀行・証券のような金融取引専門業者とは異なり、事業家的性格が強い。

また、米国ではエンジェルと呼ばれる個人投資家が多数存在し、ベンチャー企業のスタートアップ資金に重要な役割を担っている。

以下では、まずベンチャーキャピタルの現状を概観した上で、ベンチャーキャピタリストとの比較という視点から、ビジネス・エンジェルの行動様式を考察する。

1. 米国におけるベンチャーキャピタルの変質：VCのMC化

急成長を実現した米国のハイテク企業には、ベンチャーキャピタル（VC）が重要な役割を演じてきた。1946年にボストンに設立されたARDが最初でできたVCといわれている。1957年にARDが7万ドルで、MITの大学院生ケン・オルセンとハーラン・アンダーソンが起こしたDECの77%の株式を取得して、それが1971年には3.5億ドル（取得時の5千倍）にまで増加した。こうしたDECの大成功は、大学や研究所からスピンオフして、ベンチャー企業を起こす人を急増させ、ルート128発展の契機となった。同時にARDが各方面から注目を浴び、VCへの関心を高めた。

西海岸でも、シリコンバレー発展の契機として有名なフェアチャイルド・セミコンダクターの設立の口利きをしたのが、投資家のアーサー・ロックである。彼が設立したアーサーロック社は、シリコンバレーにおける最初のベンチャーキャピタルとして名高い。彼は1968年にインテル社の設立を支援した。インテルの創業者ノイス、ムーア、グローブが一片の事業計画書も書か

ずに、250万ドルの資金を彼から引き出したと言われている。ロックはまたアップル社のスタートアップを支援し、1976年に投資した150万ドルは1980年に1億ドルに達した。

西海岸におけるもう1つの伝説的な成功例は、KPCB社である。1974年に設立したデントム・コンピューター、76年に設立したジェネンテック、82年に設立したサンマイクロシステムズとコンパック・コンピューターのほか、数多くのハイテク・ベンチャーの設立を主導した。90年代に入ってからネットスケープ、アマゾン・ドットコムのような成功案件を手掛けた最大手のVCである。

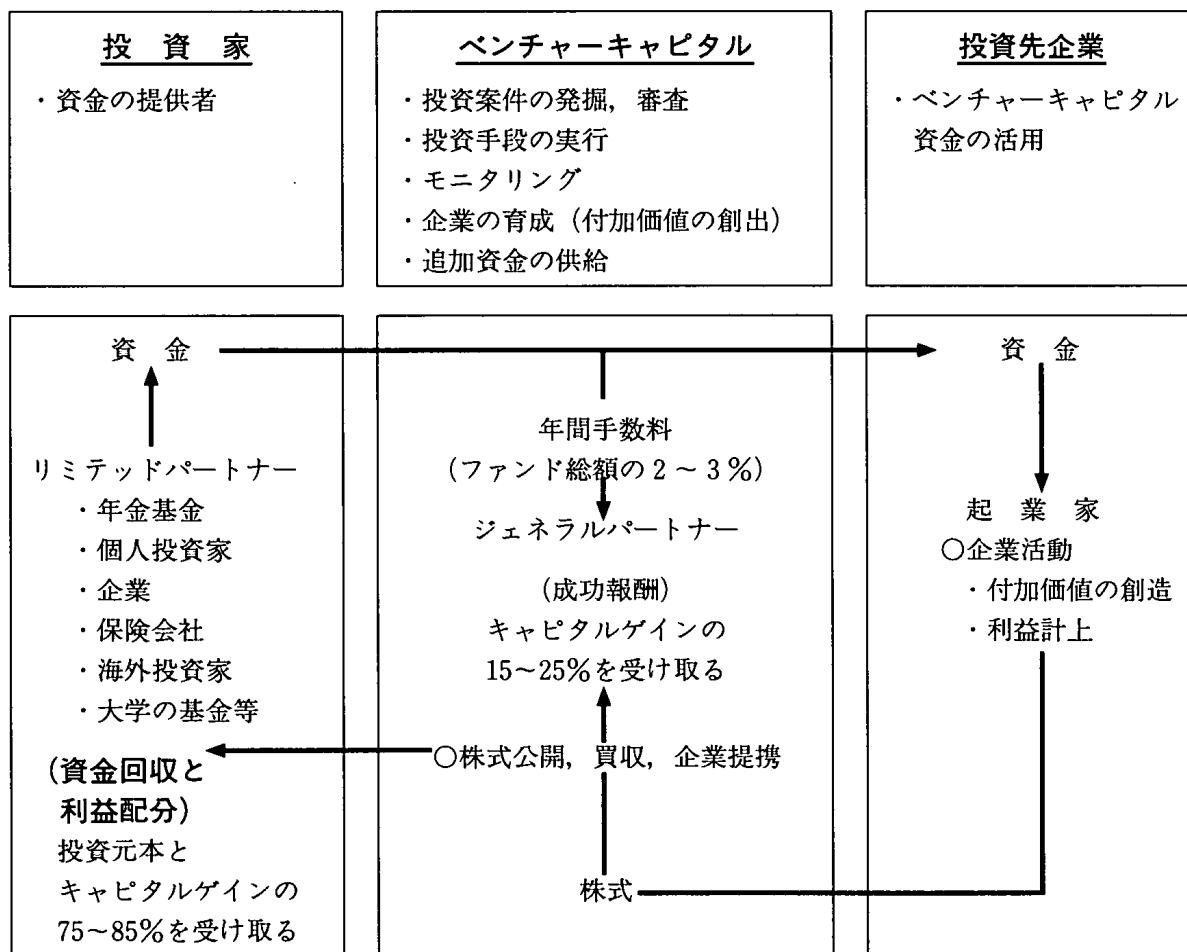
ベンチャーキャピタルの仕組み

通常、米国のベンチャーキャピタルは組織上、リミテッド・パートナーシップ (limited partnership) の形態をとっている。税法上、パートナーシップの段階では課税が生じないために、この方式が長年採用されている。その仕組みは図3の通りである。

ベンチャーキャピタルは、こうしたパートナーシップ形態のファンドを組成し、ファンドによって調達された資金の投資・管理・回収を手掛ける会社 (VCファーム) である。そこに従事する者は、ベンチャーキャピタリストと総称される。普通は2～3人、多くても10人程度のパートナーによって運営される。彼らの下に数人のアソシエーツと呼ばれる若い下働きの人が雇用されているが、とはいえ、全体でも10人前後の小さな組織に過ぎない。

ファンドを組成する段階で、通常はファンド総額の1%をジェネラル・パートナー (GP) が負担し、残り99%は年金基金などの投資家が出資し、リミテッド・パートナー (LP) となる。GPは法的に、業務遂行責任とパートナーシップに関する債務の無限責任を負う。その対価として、毎年ファンド総額の2～3%の運用報酬を受け、かつファンド運営中に得られたキャピタルゲインの15～25%が報酬として支払われる。

図3 リミテッド・パートナーシップの仕組み



一方、LPの義務は、出資の範囲内での有限責任のみであるが、GPに前述の年間手数料を支払う必要がある。LPはファンドにおいて、現金や株式を分配する際には、GPの取り分を差し引いた全体の75～85%を得ることになる。なお、LPのファンドへの出資額は、大体50万ドルが最低ラインになっている。

米国には1995年末時点で610社のベンチャーキャピタルがあるが、2000年末には3817社5764ファンドに増えている。地域的には、カリフォルニア州とマサチューセッツ州が投資額の半分以上を占め、他州を圧している。コンピューター、通信、バイオ系のハイテク・ベンチャーの大半がこの2州に立地しているためである。

新しくファンドが設立されると、出資者（LP）がある額の出資を約束する（commitment と呼ばれる）。コミットメントは設立後2～3年以内に分割して払い込まれる。その後、ファンドの投資先企業が公開されると、ファンドを運営するGPは、株価の状況を勘案しながら、株式市場で売却して現金化するか、株式のままLPに分配する。IPO以外の回収手段では、VCファンドが株式を売却して現金化した時点で、LPに分配する。

全米の26のVCファンドにおける1970～82年の投資回収件数では、IPOが30%、買収が23%、買い戻しが6%、セカンダリー・セール（他株主への売却等）が9%、残りの32%が償却・倒産であったという。しかし、回収金額ベースでみれば、IPOが全体の7～8割を占めている¹。

ベンチャーキャピタルの投資プロセス

ファンドの運用期間は通常10年間であるが、前半数年間で投資を実施、後半数年で資金回収を行うことを目処にしている。ベンチャーが設立から株式公開まで、ナスダックの場合平均数年かかるので、ファンドが会社設立後に投資を開始しても、株式公開による資金回収には間に合うことになる。

ベンチャー・ファンドがリスクの高い新興企業に投資するために、due diligence と呼ばれる企業の審査、投資企業への条件設定方法、さらに将来の投資回収方法などについて、独特のノウハウを蓄積している。

VCファンドの投資プロセスを略述すると、以下の5つの段階が含まれる。
①投資案件篩い分け（screening）、②投資案件の評価・検討（evaluation）、③審査（due diligence）、④契約の締結（deal structuring/striking）、⑤投資後活動（post-investment activities）。

大まかには、①②は優良案件の探索過程であり、③④は選択された案件を保全し、法的な関係を構築する過程である。通常、2%程度しか最終的な契約に辿り着かないとされている。

一方、⑤はベンチャーキャピタリストが投資先企業に対して、付加価値活

動をする期間である。投資後活動における V C の投資先企業との関わり方は、しばしば hands-on, hands-off に分類される。Hands-on のアプローチでは、ベンチャーキャピタリストは投資先の経営に関与することを自分の主たる役割と考え、関与の度合いは相対的に高い。ベンチャーキャピタリストが、投資先の経営、たとえば技術開発、マーケティング戦略、経営陣の追加採用などに相当深く関与し、場合によっては、日々の業務レベルにまで決定権が及ぶことすらある。この場合、ベンチャーキャピタリストはその経験なり技術なりが、投資先ベンチャーの成否にプラスの影響を与えたとの信念を持っていると考えられる。

これに対して、hands-off のアプローチでは、ベンチャーキャピタリストは起業家および経営チームが当然に責任をもって経営すべきであるというものである。彼らはたとえ取締役会に参加する権利などを持っていたとしても、実際に起業家チームと連絡をとることはほとんどない場合が多い。

実際には、中間的なアプローチ、つまりベンチャー企業の経営上の最重要事項を除いては、通常はあまり深く経営に関与せず、ベンチャー存続に関わる危機的状況が生まれた場合に限り、投資保護を主たる目的として、経営への関与度合いを増やすというスタンスを取るベンチャーキャピタリストが多い。このようなアプローチは reactive なスタイルと称される。

以下の発言はベンチャーキャピタリストの代表的な考え方といえよう²。
“It’s not our business to get involved in the day-to-day running. If you have the right people in there, you don’t have to be there every day; that’s not our business. We’re more strategic. It’s our business to make sure that we get the right people in there to run it.” (投資先企業の日常運営に関わることが私達のビジネスではない。投資先に適任者を置けば、毎日そこにいる必要はないし、私達のビジネスでもない。我々の役割がもっと戦略的である。私達のビジネスは、その企業を運営することに適した人がそこにいることを確認することである。)

投資契約に至るまでの過程は、6ヶ月超ほどの期間である。極端な例を除けば、1人のベンチャーキャピタリストは、hands-onの場合で3～4件程度、hands-offの場合で10件強程度の投資先企業を通常抱えている。90%以上のベンチャーキャピタリストが、ベンチャーの財務的また経営のパフォーマンスに目を光らす一方で、起業家チームに何らかの形で励まして動機づける役割を果たしている。ベンチャーキャピタリストの多くは、投資先の取締役会に参加することなどを通して、起業家チームの戦略的方向・ビジョンを批判的・客観的な視点から検証する。

また、一時的ヘルプとして、リクルーターとしての役割が大きい。信用力も低く、また日々の業務に追われ、これから急成長を果たそうとするベンチャー企業にとって、必要な人材をタイムリーに経営陣に加えることは非常に困難である。ここに、ベンチャーキャピタリストがその人脈を活かし、ベンチャー企業に信用補完を提供しつつ、適材をリクルートするという活動の意義が見いだされる。

さらに、ベンチャー企業が危機に陥った場合に、ベンチャーキャピタリストがよくやることは経営陣の入れ替えである。また、成長段階に応じて、経営のプロとしての新社長を迎え入れるという場合もある。

ベンチャー企業におけるVCの株式保有比率は、アーリーステージで大体40～60%、レイターステージでは70%を超えている。ベンチャー企業1回当たりで調達金額は、シード段階で100万ドル程度、アーリーステージで300～600万ドル、レイターステージで1000万ドルである。

ベンチャー設立後第1回目の増資に参加するVCの数は2社程度で、レイターステージでは数社のVCが出資するのが平均的である。

VCファンドの機関化とMC化の進行

米国のベンチャーキャピタルはその発展初期には、ベンチャーキャピタリスト自身や、彼らとつながりの深い個人が出資するインフォーマルな投資グ

ループに似ていた。たとえば、ARD が設立された時に、ハーバード・ビジネス・スクールのドリオ教授や、MIT の教授とスタッフ、ボストン連銀の幹部、ボストン地域の実業家などが協力して出資したのである。

しかし、1979 年に ERISA (従業員退職所得保障法) の規則改正により、年金基金にとってベンチャーキャピタルに資金を預託しやすくなった。これによって出資者における機関投資家の割合が高まり、ベンチャーキャピタルが急速に発展していった。

90 年代半ばに入ってからベンチャー・ブームの中で、年金基金や事業会社が続々と VC に資金を投入してきた。VC ファンド 1 本当たりの調達額は 95 年が 5200 万ドルであったが、96 年は 9000 万ドル、2000 年には 1.55 億ドルとなった。

ベンチャーキャピタル・ファンドへの出資者をみると、過去 20 年間で資金調達源が大きく変わり、年金基金が最大の出資者となり、次いで財団・大学などの基金、事業会社、個人・家族、保険・銀行、海外である。つまり、「ベンチャーキャピタル・ファンドの機関化現象」が進行した³。

しかしながら、VC ファンドを運用するベンチャーキャピタリストの数、および一人のベンチャーキャピタリストが管理・育成できるベンチャー企業数は限られており、そうすると、投資先 1 社当たりの投資金額を多くするしか手がなく、結果的にレイターステージが増えることになってしまう。それとならんで、IT 市場の急拡大にともなって、そうした資金を必要とする企業が出てきていることも要因の 1 つとして挙げることができる。

実際に、VC ファンド 1 回の平均投資額は、1987 年の 230 万ドルから、1995 年 680 万ドル、そして 2000 年には 1000 万ドルの大台に達したのである。

ところで、年金基金のファンド・マネジャーは自分の運用力が 2 ～ 3 年の期間に評価されることが多いため、出資した VC ファンドに対して、ファンドが満了するまでの 10 年間での総合収益評価ではなく、3 年程度の短期間で

も一定以上の収益率を要求する傾向がある。そのため、VC ファンドはベンチャー企業のレイターステージに集中させたばかりでなく、さらにバイアウト・LBO へと投資の対象を拡大させた。いわゆる「VC の MC (merchant capital) 化」が進行したのである。

VC が MC 化した結果、創業期や成長初期段階のベンチャー企業の資金需要に対して、資金供給ができないというファイナンス・ギャップが生じた。実際、毎年の新規創業企業のうち、売上高成長率 50% を超える gazelles と呼ばれる企業は 8 万社もあるが、VC から実際に投資を受けられたのは 6 % 以下の数百社に過ぎないと推定されている。

2. ビジネス・エンジェルの投資行動

ビジネス・エンジェルの平均像

ビジネス・エンジェルとは、一般的に純金融資産 100 万ドル以上で 15 万ドル以上の年収があり、通常ベンチャー企業のスタートアップと成長初期段階に投資する個人投資家である。なお、米国のビジネス・エンジェルの特徴として、83% が創業経験をもっている。その平均年齢は 47 歳、95% が男性である。エンジェル達の 1 回の投資金額は 2 ~ 20 万ドル程度であり、投資総額は通常、純金融資産の 1 割位に抑える。

ベンチャー・ファイナンスにおけるエンジェルの役割

米国のニュービジネス生成において、エンジェル投資が非常に重要な役割を果たしている。全国約 200 万人の潜在的エンジェルがいると推定され、実際に年間約 30 万人のエンジェルが約 6 万社の企業に、1000 億ドル以上を投資している。

これに対して、2000 年度には、VC ファンドによるアーリーステージ企業 2399 社に 241 億ドルを投資したが、90 年代半ばまで、年間投資企業数はずっ

と 1000 社程度に止まっていた。

また、急成長を遂げた新企業の代表である“INC. 500”のスタートアップ資金の調達源泉をみると、80%が自分の貯蓄と、クレジット・カードによる借入などであったが、プロのベンチャーキャピタリストから調達できたのはたったの5%にすぎなかった。これに対して、15%の企業がエンジェル投資を受けた。つまり、INC. 500 社のうち、エンジェルからスタートアップ資金を調達できた企業数は VC からの3倍である。

1990 年代に入ってから、アメリカのエンジェル投資が一層活発化してきた。その理由として、1つは上に述べた VC ファームがますます大規模化したため、100 万ドル以下の案件に興味を失っており、その結果、アーリーステージ・ファイナンスにギャップが生じ、エンジェルの活動空間が広げられた。もう1つは、80 年代後半以降のパソコンの普及、そして90 年代に入ってからインターネットの普及に伴い、そのハードウェア・ソフトウェアならびに関連サービスを提供するベンチャー企業が群生して、短期間に多数の裕福な起業家を生み出した。彼らの中、巨額の富を手に入れたから、第一線から引退した者も多く現れた。しかし、成功した起業体験を持つ彼らは、VC ファンドに資金を提供する受動的投資家 (passive investors) よりも、新しいベンチャーの成長プロセスに直接関わりたい願望が強い、という背景も重要である。

それでは、ベンチャーキャピタリストと比較して、エンジェルの投資行動にはどのような特性が見いだされるのであろうか。

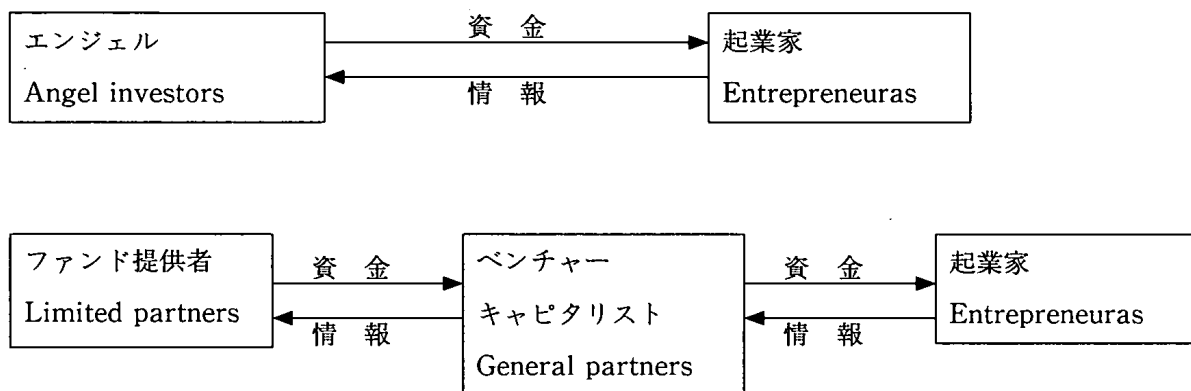
ビジネス・エンジェルの投資行動特性

VC ファンドの投資に比べて、エンジェルの投資活動に基準の多様性と柔軟性に富んでいるため、画一的な描写ができない。しかし、多くの研究によって、以下のような平均的な行動様式が明らかにされている。

——ビジネス・エンジェルは自己資金を投資するので、VC ファンドのような

仲介機関ではない (While venture capitalists invest other people's money, angels are investing their own funds)。ベンチャーキャピタリストはLPから資金を集める時に示された投資戦略に沿って行動する義務があり、またLPからのチェックを受ける。これに対して、エンジェルが自分のカネを投資しているから、より自由に行動できる。実際に、彼らは、金銭的なインセンティブの他に、心理的な満足をもかなり重視している。

図4 資金の出所の違い



—— 地域に限定された投資活動。ほとんどのエンジェルが自宅から1時間で行ける範囲内の企業を好んでいる。投資先までの距離をみると、50マイル(約84キロ)以内が72%を占めている。これに対して、投資先のロケーションがVCにとってそれほど重要ではない。実際に、東海岸で資金を集めて、西海岸で運用することが頻繁である。さらに、近年、アメリカのVCファンドが外国のベンチャーに投資するケースが増えている。あるベンチャーキャピタリストが言うように、“Location is important insofar as it affects the business, rather than how far we are prepared to travel. In general, location is not very important to us. We also have quite a lot of investments overseas, wherever the big market is” (ロケーションが私達どれくらい時間をかけて旅することよりも、投資先のビジネスに影響する場合に限り重要である。一般的には、私達にとってロケーションがそれほど重要ではない。

私達はまた多くの海外投資をやっており、世界中どこであろうと大きな市場さえあれば。)

——投資決定のポイントは起業家評価であり、ビジネス・プランは必要であるが、起業家との面識や信頼性をより重視する。また、投資契約は締結するが、VCが通常行うような厳しい特約条項(covenants)を付けることは少ない。つまり、VCよりはインフォーマル(informal)である。

——投資収益は期待するが、支援活動など非収益的目標も重視する。エンジェル自身が、投資する企業の分野に詳しい人が大多数であるため、資金提供を求めてきた起業家の意見を良く聞き、経営のアドバイス等の支援に熱心である。HP社の元COOであるDean Morton氏がエンジェル投資をして、このような感想を述べていた。“I like the excitement of a start-up. You miss it once you leave the active management of a company you helped grow up. Also, you feel like you’ve learned something along the way”

(私はスタートアップの興奮が好きだ。自分の努力で成長できた企業の経営を退いた後、その興奮が懐かしい。また、その過程で自分も何か新しいことを学んだと感ずる)。実際に、64%のエンジェルは、ベンチャー企業の経営チームの能力を補う(fill gaps in the management team)ことが重要だと考えている。これに同感するベンチャーキャピタリストが25%にとどまっている。

——投資先への日常的な関与を重視する。VCが外部から人材をスカウトして投資先企業に送り込み、ベンチャーのビジネス戦略と資源利用戦略に貢献することを重視することに対して、エンジェルが自分の経験と時間を投入し、日常的な関与を通じて、投資先の経営戦略に影響することができると考えている。あるエンジェルはこう語っている。“I want to be on the driver’s seat; I don’t want my investment diminished by someone else’s decisions” (私が運転席に座りたい。私の投資が他人の意思決定でなくしてしまうことがイヤだ)。

しかし、彼らは投資先の取締役会に入ることによってそれほど拘っていない。いくつかの調査の結果、90%のVCが取締役会に入ることの必要条件だと考えているが、15~37%のエンジェルだけが取締役に就任している。したがって、エンジェルはVCより hands-on 的である。実際に、米国では平均して、エンジェルが月に投資先を3.2回訪れる（年間39回）が、VCの頻度はその半分の平均年間19回である。アーリーステージの投資でも、Lead VC（主幹事）が週に約2時間だけ、起業家と直接に面談する。

——投資対象をアーリーステージの企業に集中している。ある調査の結果、エンジェル投資先には、スタートアップ56%、その他の初期段階24%、成長後期段階20%となっている⁴。また、1975~1986年の間に、米国ニューイングランド地方のハイテク・ベンチャー企業（new technology-based firms）に関する研究によれば、エンジェルとVCファンドの投資先成長段階別の比率は表1の通りであり、VCファンドの投資はエンジェルの後に来ることが分かる。

表1 ハイテク・ベンチャーの成長段階別資金源

投資先の成長段階	エンジェル(%)	VCファンド(%)
Seed	29	6
Startup	31	22
First stage	16	32
Second stage	15	27
Third stage	6	11
Bridge	3	2
Total	100	100

出所：Bygrave, W. D. (1997), p.190.

——退出（exit）が重要視しない。エンジェルは多くの場合、投資決定する時点で、明確な退出プランを持っていない。彼らは如何にして投資先企業を早く成功させるかに関心が集中している。これに対して、VCが投資する前に出口を確認しておく。あるベンチャーキャピタリストがこう語った。“Exit

routes are of concern right from the word go. In fact, we focus on it with the entrepreneur right from the very beginning” (退出ルートは参入することを考える最初からの重大関心事である。事実上、起業家とのやりとりの最初から退出が話の焦点である)。

その理由として、エンジェルの投資先が VC のそれに比べると若すぎて、可能な出口を展望することが不可能に近い (too young to even visualize a possible exit route) ことが挙げられる。また、たとえ成熟した投資先であっても、IPO できるほどの規模ではない。したがって、大企業への売却 (trade sales) がエンジェルの最もよく使う投資回収手段である (表 2)。

表 2 エンジェルが最もよく利用する退出経路

Trade sale または買収	43.1%
他の株主への株式譲渡	26.4%
第三者への売却	16.7%
株式公開 (IPO)	12.6%
資産の清算	1.3%

出所：Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), p.201.

——ハイテク・ベンチャーを選好する。ある調査では、64%のエンジェルがハイテク・ベンチャーへの投資を好み、21%がハイテクに無差別と答え、ハイテク・ベンチャーを避けたいのは15%に止まっていた。事実上、100万ドル以下規模のハイテク・ベンチャー開業資金の60%が、エンジェルによって供給されている。シリコンバレーだけで、1998年に45.5億ドルの資金が、エンジェルから786社のハイテク・スタートアップ投資された。

——投資期間が長い。エンジェルの平均投資期間は5年前後であり、典型的範囲は3～7年である。もちろん、投資の期間は産業セクターによってだいぶ変わる。たとえば、ソフトウェア産業の場合5年、バイオテクノロジーの場合5～8年、新材料を開発するベンチャーであれば、もっと長い歳月が必要となる。

ビジネス・エンジェルの分類

ビジネス・エンジェルは、上に述べた一般的な特徴をみることができるが、各自の人生経験や価値観などの差異から、その投資行動は実に多様なパターンを呈している。エンジェルについての分類は様々な角度からなされているが、最適な基準がなく、あくまでもエンジェルの多様性を理解する上での参考視点を提供してくれるものと認識しておくべきであろう。

たとえば、Evanson (1998) の5分類は次の通りである⁵。

- ①大企業経営者エンジェル (Corporate angels)
- ②起業家エンジェル (Entrepreneurial angels)
- ③情熱家エンジェル (Enthusiast angels)
- ④ミクロ経営エンジェル (Micromanagement angels)
- ⑤専門職業エンジェル (Professional angels)

なお、Benjamin and Margulis(1996)では、次の9分類を行っていた。

- ①バリューアッド投資家 (Value-added investors)
- ②大金持ち投資家 (Deep-pocket investors)
- ③個人投資家連合 (Consortium of individual investors)
- ④パートナー投資家 (Partner investors)
- ⑤家族ぐるみ投資家 (Family of investors)
- ⑥現物出資投資家 (Barter investors)
- ⑦社会責任的投資家 (Social responsible investors)
- ⑧初心者投資家 (Unaccredited investors)
- ⑨経営者投資家 (Manager investors)

エンジェルの新種誕生

1980年代後半に入って、シリコンバレーではハイテクやソフトウェアのベンチャー起業者に大成功を収めた者が目立つようになり、大金持ちになった後早々引退する創業者が続々と現れた。しかし、彼らは新たな感動を得るた

め、次世代のイノベーションに、それまでに蓄積してきた money & know を投下しようと考えている。ある引退した起業家は自分の心情をこう語った。"I want to get involved again in business, rather than sitting on a beach. I get really bored" (私がビーチの上に座ることよりも、ビジネスにもう一度関わりたい。{隠退生活には} もううんざりだ)。

それで、一部の引退起業家は Private Angel Investment Fund を設立して、プロのベンチャーキャピタリストに近い投資スタイルでベンチャー企業に投資した。彼らは上に述べた平均的なエンジェルに比べて、投資規模がずっと大きく、1回の投資額が数百万ドルに達しており、また、事前の審査や退出経路をより重視している。

新種エンジェルの代表者として、たとえば、Paul Allen (Microsoft), John Sculley (Apple Computer), Jim Barksdale (Netscape), Ben Rosen (Compaq Computer), Chong-Moon Lee (Diamond Multimedia), Leonard Riggio (Barnes & Noble), Roger Sippl (Informix Software), Ron Conway (Altos Computer System)などを挙げることができる。

マイクロソフト社の共同創業者である Paul Allen は、プライベート投資ファンド Vulcan Ventures を通じて、現在 52 社のベンチャーに投資している。大多数の投資は数百万ドルの規模であるが、過半数の株式を保有しているのは 3 社にすぎない。

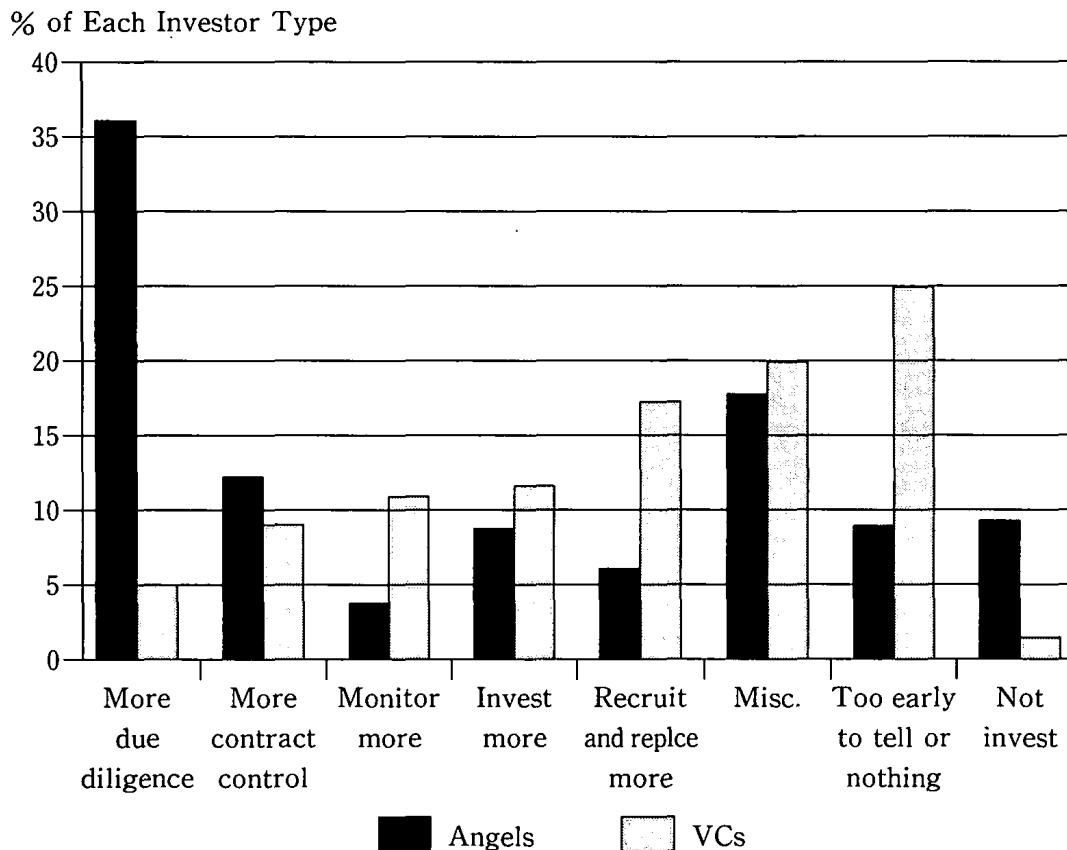
3. エンジェル・シンジケートの出現

個人投資家の限界を越えて

投資後の後悔すること (post-investment regrets) についての調査結果によると、ビジネス・エンジェル達は、もっと投資を決定する前に due diligence をしたり、契約によってもっと多くの支配権を確保したりしておけば良かったという回答が最も多かった。

これに対して、VC の悔しさが比較的に少なく、ハッキリと感じているのは投資先にもっと早く人材を募集して送り込んでおけば良かったということである（図 5）。

図 5 投資後の悔しいこと：エンジェルと VC の比較



出所：Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), p.211.

90年代に入ってから、VCのMC化の進行に伴い、それまでに主に個人として行動してきたエンジェルが、より大規模な投資を行うと同時に、投資案件審査ならびに投資後のモニタリングの負担を分担し、自分の最も得意な分野に活動を特化しながら、投資先を複数の分野へと分散するために、グループを結成して、共同投資を行う現象が目立ってきた。すでに1996年の時点で、全国では12の非営利的なエンジェル・ネットワークと数百にのぼる緩やかなエンジェル・グループが存在していた。彼らは通常、gathering of angels,

private investors group, angel organizations, angel alliances, angel syndicates などと呼ばれている。

著名なエンジェル・シンジケートとして、シリコンバレーの The Band of Angels, ワシントン D.C. の Capital Investors などがある。Capital Investors には, AOL の CEO である Stephen Case, MCI WorldCom の副会長および Cybercash の CEO などが入っているし, The Band of Angels には, コンパックの会長や HP の元 CEO が入っている。

その他に, シリコンバレーに住んでいる Indus region (India, Pakistan, Nepal, Bangladesh, Sri Lanka) 出身の成功した起業家が, The Indus Entrepreneurs (TiE) を結成して, 同地域出身の人が起こしたベンチャーを支援している。

一般的に, エンジェル・シンジケートの投資決定プロセスは以下のようなものである。まず, シンジケートのあるメンバーが, 有望と考えている投資案件を持ち込んで, 他のメンバーに紹介する。紹介者自身がそれに投資することが暗黙的に了解される。紹介された案件がシンジケート内で評価され, 各メンバーが自主的に投資するか否か, いくら投資するか, どの程度投資先に関わるかなどを決める。合意が得られれば, 通常 1 ~ 2 ヶ月以内に資金を提供する。また, ほとんどの場合, 調整役としての lead angel が存在している。

以下では, ケースとして, The Band of Angels を取り上げて, その投資決定のプロセスを見ていく。

バンドの発足

The Band of Angels (以下では「バンド」と略す) は 1995 年 1 月に, 12 名のメンバーでスタートされ, 現在メンバーは 120 名を超えている。1999 年末までに, 84 企業に合計 4500 万ドルを投資した。毎回の平均投資規模が 97 年までの 45 万ドル(64 社 2870 万ドル)から, 99 年度の約 60 万ドルに上がつ

ている。

バンドのコーディネータは Hans Severiens である。彼はオランダで生まれて、アメリカで教育を受けていた。ハーバード大学を卒業後、Johns Hopkins 大学で核物理学の博士号 (PhD in nuclear physics) をとった。その後長い間、科学者または研究教授として、ハイテク企業や大学に勤めていた。

1968 年に、彼は投資銀行業に転職し、1983 年に、小規模のシード・ステージ・ファンドの GP として、未公開のハイテク企業に投資し始めた。その後、オランダ政府のレイターステージ向けのファンドでも働いた。しかし、ファンドのマネジャーとして、彼は同時に多数の企業の取締役役に就任していたため、気に入ったベンチャー企業には思う存分に自分の時間を注げないことに悩んでいた。最後に、彼は VC ファンドを離れて、自分のカネで投資するエンジェルに変身したのである。

1994 年末に、彼はインテルの元役員 Jack Carsten を含めた数人の知人に対して、エンジェル・シンジケートのコンセプトについて討議した。彼らの賛同を得て、1995 年 1 月にバンドを立ち上げたのである。

バンドの投資プロセス

バンドが立ち上がってから、投資の効率と効果を上げるため、またそのプロセスの楽しさを増大するために、一連のルールが確立され進化してきた。

投資決定プロセスの中核は月一回の晚餐会 (dinner party) である。その場において、資金を探し求めている起業家 3 人のプレゼンテーションが行われる。参加者は 60 人前後のエンジェルと彼らが連れてきたゲストである。

エンジェル達は、起業家のプレゼンテーションから投資機会を見つけることに興味を抱くが、同時に忙しくて普段会えない友人の顔を 1 ヶ月ぶりに見ることも楽しみの 1 つである。彼らは成功した起業家や経営者として、すでに巨額の富を手に入れており、投資をしなければならない必要性がない。晚餐会に出てくる動機の 1 つは、共通した起業家体験を持つグループの一員と

して、社交することである。そこで面白い人や古い友人に会い、忙しい日々から解放して、リラックスした一時を過ごしたいのである。

したがって、起業家のプレゼンテーションを面白くすることは、もちろん資金を求めているベンチャー企業の利益になるばかりでなく、晩餐会を盛り上げるにも重要である。そのために、Hans は、コーディネータとして時には発表予定者に対し、プレゼンテーションの練習を手伝って、他のメンバーが聞いて面白く感ずるように仕立てておく。

その前に、Hans がしばしば気に入った企業へ足を運び、その企業についての感触をつかめる。将来性があるのか、バンドの他のメンバーがその企業に興味を持ち得るのかを検討する。また、その企業の価値評価 (valuation) をも行い、起業家が常識はずれの価格を提示してきた場合、彼が早い段階でそれを指摘しておく。

晩餐会での発表者を選定するのはプログラム委員会 (Program Committee) である。発表の候補者になる必要条件是、バンドのメンバー 1 名がその企業のスポンサーになってくれることである。スポンサーは、その企業に 5 ～ 10 万ドルを投資する意思があると了解されている。スポンサーの役割としては、due diligence のリーダー役を務めること、起業家との投資条件交渉においてリーダー役を務めること、そして投資後のモニタリングを行い、通常は取締役役に就任することである。

今まで、スポンサーを確保した企業のうち、プログラム委員会の審査を経て、約半数が晩餐会で発表できた。

晩餐会でプレゼンテーションを行ったベンチャー企業に投資したいエンジェルが現れれば、その後追いかけて昼食会 (follow-up luncheon) が開かれる。晩餐会では、1 社の発表時間は 10 分間に制限されているため、詳しいことが聞けない。昼食会の時、投資を考えているエンジェルが、起業家を囲んでたくさん質問できるし、また経営チームのメンバーを観察することができる。

ルールとして、晩餐会はバンドの持ち(メンバーが 80 ドルを払い、ゲスト

が125ドルを払う)になっているが、昼食会は資金を求めているベンチャー企業が払う。

たまには、昼食会の席上で、エンジェルが小切手を起業家に渡して、ファイナンスがその場でクローズされることがある。しかし、多くの場合、エンジェルからたくさんの問題が提示され、起業家がそれらを解決できない限り、資金が提供されない。エンジェル達は長くて2～3ヶ月を待つが、それ以上はあきらめる。通常は昼食会の3～4週間後に、資金が提供される。今まで、プレゼンテーションをした企業のうち、約3分の2が資金調達に成功した。

バンドの投資先企業の価値評価をみると、資金提供前(pre-money)は200～1000万ドル位であり、特に250～350万ドルの企業が多かった。バンドの投資金額は大体50～60万ドルであるから、投資先の10～20%の株式を取得することになる。

また、投資契約の書類を作成するとき、バンドは通常投資先企業の弁護士を使う。投資先がそれまで個人弁護士を使っていた場合に、バンドはシリコンバレーで知名度の高い弁護士事務所に切り替えるように勧告する。

メンバーが年間700ドルの会費を払い、郵送料と管理費を賄う。バンドに入るに当たって、会員資格委員会(Membership Committee)の審査がある。新しいメンバーになるために、年間15万ドル以上を投資する能力と意欲があることが前提条件である。その上、申請者がdue diligence, スポンサー, モニタリングの活動に貢献する意思が求められる。

現職のベンチャーキャピタリストが入会できない。また、会計士・弁護士・銀行家などの専門サービス提供者は歓迎されない。実際に、バンドのメンバーのほとんどがシリコンバレーのハイテク企業の経営者(すでに引退している者または現役の者)である。

その代表的なメンバー3人のプロフィールを簡単に見よう。

バンド・メンバーのプロフィール

① Dean Morton (元 HP の COO)

彼は 1992 年に HP を退職した後、未公開のベンチャー企業に投資していたが、1996 年に、バンドのメンバーとなった。1998 年末までに、Morton は 12 回の投資に参加した。うち 1 回スポンサーを務め、その企業の取締役役に就任した。彼は毎回約 5 万ドルを投資する。

HP のような大企業の最高執行役員を務めていた彼は、エンジェル投資について、こう語っている。”One thing I have learned is how start-ups are very different from large companies. As an investor, my tolerance for risk is a lot higher than it was as an executive at HP approving investments in new projects and businesses. HP rarely does anything too new or too different. In the new venture world, you are starting from scratch.

Another big difference is our focus on people. At HP, I just assumed that we had good people in place to manage a project. In the venture world, you don't want to have to do this. You are really betting on the people, so you put a lot of time into sorting through whether they have what it takes to be successful.

The third big difference is an exit route. At HP, we just needed to turn an investment into earnings, and that would find its way into the stock price. Here, you need to see a clear path to liquidity.”

({エンジェル投資を通じて}私が学んだことの 1 つは、スタートアップ企業は大企業と非常に違うことだ。エンジェル投資家として、私のリスク許容度は、HP の役員として新しいプロジェクトやビジネスへの投資を許可する時に比べて、だいぶ大きくなった。HP 社はめったに斬新すぎることもまたは他社と異なりすぎることをやらないのだ。しかし新しいベンチャーの世界では、ゼロから出発する。

もう 1 つ大きな違いは、(バンドでの投資が) 人に焦点を当てている。HP にいたとき、私は社内にプロジェクトを管理する適任者が存在していることを前提にしていた。しかし、ベンチャーの世界では、このようなことをしてはいけない。私達は本当に人に賭けており、

したがって多くの時間を投入して、相手が事業を成功に持っていく素質を見分けるのである。

3つ目の大きな違いは退出経路にある。HP では、私達は投資を収益に変えることができれば、それが自動的に株価に反映される。しかし、エンジェルとしては、流動性につなぐ明白な道を見つける必要がある。）

② Jack Carsten (元インテル役員)

1975～79年に販売とマーケティング担当した後、インテルのマイクロコンピュータ部門の責任者となった。1987年にインテルを離れ、大手VCであるUS Venture PartnersのGPとなり、最も多いとき、同時に10社の取締役役を兼任したため、自分の時間を好きのように過ごせないと悩んでいた。

それで、彼は持っていたインテルの株の一部を売却して、個人でシード段階のベンチャーに投資し始め、気に入った企業に十分な時間を過ごしていた。1994年末に、Hansがエンジェル・シンジケートの話を持ち込んだとき、彼がすぐ賛同した。エンジェル投資について、彼はこう語った。

“Writing a check is the easy part, and doing the work is much harder. One of the toughest parts of angel investing is ‘letting go’. You have to be willing to look the entrepreneur in the eye and tell him that you are going to pull the plug on their dream. It is hard to do.”

(小切手を書くのが簡単で、その後の仕事はずっと大変だ。エンジェル投資では最も難しいところは、諦めることだ。起業家に向かって、彼ら夢の風船のプラグを引くことを告げる。それをやるのは簡単ではない。)

“I would say that recent angel returns are in the high 20s, not the 40s you often see now in a traditional venture fund. Part of the issue is that the path to liquidity is so long from the seed stage; in my experience it’s about five years. But I don’t need the 40% return. I’m happy with a healthy return and the chance to enjoy the personal satisfaction that comes from being involved in some of these start-ups.”

(最近のエンジェル投資の収益率は、伝統的なベンチャー・ファンドでよく見られる 40% 以上のようなものではなく、20% 後半である。その原因の一部はシード段階から回収するまでの期間が長いことにある。私の経験からそれは約 5 年だ。しかし、私は {VC ファンド} の 40% をいらない。私は {エンジェルとして} 健康な収益を得ると同時に、一部のスタートアップ企業の成長に関わることから、個人的な満足を楽しむチャンスに幸せを感じている。)

③ Owen Brown (元サンマイクロシステムズの COO)

彼は 1995 年にバンドに入ったが、その前に未公開株への投資を経験した。バンドでは 6 回の投資に参加して、うち 4 回スポンサーを務めた。彼はスポンサーの最大の役割は、投資先の経営チーム作りに貢献することだと考えている。

“The entrepreneurs are typically very good at the technology or very good at sales, but they are rarely as good in their ability to judge management talent across a wide array of disciplines. On average, the Band is dealing with entrepreneurs who are a little rawer than those the VCs deal with. We are catching them earlier in the cycle.” “Still, you rarely find the perfect team, and that is the biggest resource you can provide — helping build the team.”

(典型的な起業家は技術または販売に非常に優れているが、たくさんの分野にわたる経営才能を判断する能力も同じ優れる者が減多にない。平均的には、バンドが付き合っている起業家は、VC が扱っている起業家よりやや未熟である。我々がこの成長過程のより早期段階に彼らをつかまったからである。

なお、{投資先企業に} 完璧な経営チームがすでにあることが減多にない。それは我々が提供できる最大の資源である。つまり、経営チーム作りを助けることだ)。

そして、バンドの役割について、彼はこう評価している。“The Band makes the process of angel investing much more efficient. It helps the entrepreneur get to a critical mass of investors and therefore raise seed funds

more quickly”(バンドがエンジェル投資のプロセスの効率を大いに向上した。バンドが起業家に大勢の投資家に接し、より迅速にシード資金を調達することを可能にした)。

4. ACE-Net の立ち上げと展開

バンドのようなエンジェル・シンジケートの普及により、より大規模な創業資金を調達しうるベンチャー企業の数には確かに増加した。しかし、VC の寡占化と MC 化により、ベンチャー企業が成長初期から急成長期にかけて必要となるセカンド・ラウンド・ファイナンスを受けられない事態が発生した。

1995 年 6 月に開催されたホワイトハウス中小企業会議では、この新たなエクイティギャップ解消を求める声が高まっていた。この課題の検討は SBA に委ねられた。

エンジェル・シンジケートの平均投資額は、50～60 万ドル程度である。これに対して、VC の投資額は、1987 年の平均 230 万ドルから、1993 年の 480 万ドルを経て、1995 年には平均 680 万ドルに急増した。また、地域的には相変わらず、カリフォルニア、マサチューセッツなど一部地域へ偏在している。

このような現状から、各地のエンジェルと VC を繋ぐ新たなエンジェル・ネットワークの必要性が出てきた。その解決手段として、1996 年秋、SBA が急拡大していたインターネットに注目して、プライベート投資家と急成長企業の出会い(matching)を手伝う目的で、Angel Capital Electronic Network (ACE-Net) を立ち上げ、各地のエンジェル・ネットワークを繋いだ。

それによって、ファースト・ラウンド・ファイナンスを得て、成長可能性の高いベンチャー企業に対して、エンジェルや VC、その他の機関投資家、および戦略的提携を望む大企業など、より大規模の投資を行う未公開株式(private equity) マーケット参加者からのリスク・マネー供給を可能にする全国規模の投資仲介ネットワークが構築された。

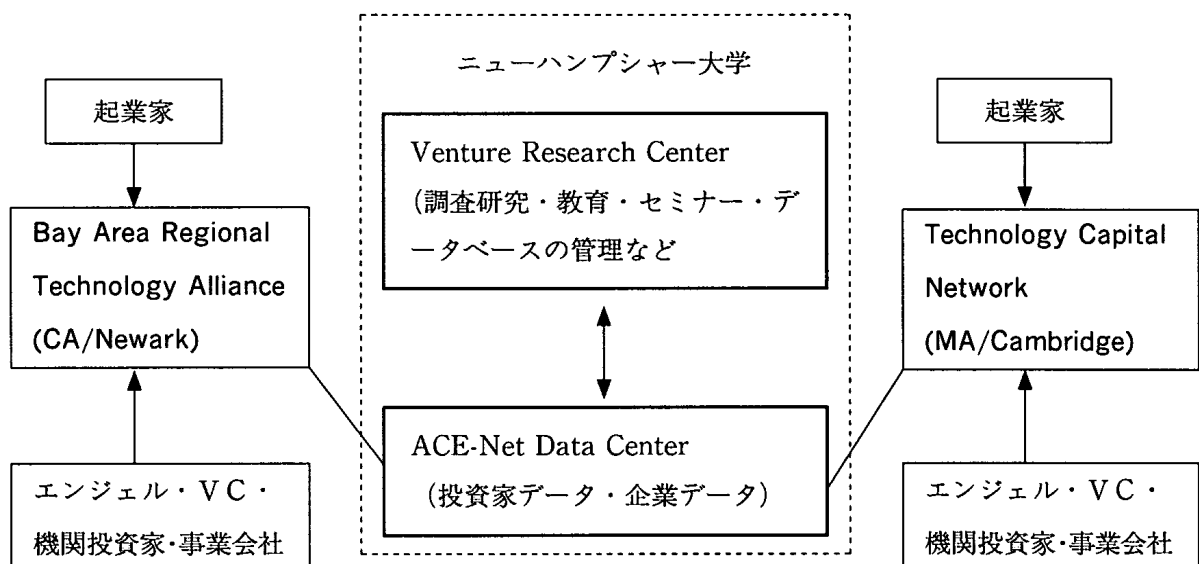
ACE-Net の機能は、投資案件情報の仲介(delivery)であり、そこには一

切の評価は加えない (no action)。その運営は、各地域のエンジェル・ネットワークを基盤にしている。というのは、ACE-Net が各地域のエンジェル・ネットワーク卒業生を対象にする投資仲介である。ACE-Net に参加する企業は、まず各地域のエンジェル・ネットワークへの登録が義務づけられている。すでに企業として実績があり、エンジェル・ネットワークで懸念されるアイデア盗用問題などはすでにクリアされたことが前提である。

未公開株式投資の原則から、企業価値の評価および育成支援能力のある投資家 (accredited investor) だけが参加を許される。純資産 100 万ドル以上、または年収 20 万ドル以上の個人投資家がパスワードをもらい、ACE-Net に登録してある企業の事業計画や財務報告を閲覧できる。投資家と企業の登録料はともに年間 450 ドルである。

また、ACE-Net は公共財であり、参加者の応分の負担により維持され、営利活動ではないという考えから、NPO である大学が運営管理機関になっている。具体的には、ニューハンプシャー大学がその役割を担っている。

図 6 ACE-Net の概念図



ACE-Net は現在 51 ノッド (nodes) へのコンタクト情報を提供している。ほとんどのノッドは独自のエンジェル・ネットワークを運営している。例えば, Technology Capital Network (MA/Cambridge), Venture Point-Tech Coast SBDC (CA/Irvine), UCSD Connect (CA La Jolla), Bay Area Regional Technology Alliance (CA/Newark), Enterprise Development, Inc. (OH/Cleveland) などである (図 5)。

5. エンジェル投資の展望

ビジネス・エンジェルが学術的な研究対象となってからわずか 15 年程度しか経っていない。しかしアメリカでは、年に数万社の潜在的成長力の高い (high potential) 企業にとって、エンジェル投資が最も重要な外部資金源になっていることを考えると、それに対する研究が一層活発化になると予想される。

また、これからの 10 年間にわたって、エンジェル投資の市場には以下のような 3 つの主要トレンドが予想される。

—— 国際化 (Globalization)。1990 年代中頃以降、エンジェル投資の重要性が世界的に広く認識されるようになった。ヨーロッパ・南アメリカ・アジア・中東・オーストラリアにもエンジェルの投資活動が注目されさせている。

特に日本では、長期不況から脱出するための有効な手段として、様々なベンチャー企業育成や新規開業企業への支援策に、政府が力を入れている。それと同時に、エンジェル投資を活発化させる可能性が議論され始めている。

また、中国ではエンジェルのことは「創業天使」や「企業天使」として、研究論文や政府の研究報告に登場し始めている。市場化過程で富を蓄積できた一部の裕福な中国人が、アメリカ人のように、自分の企業をもつことを 1 つのライフスタイルとして受け入れれば、エンジェル市場の成長空間も広くなるであろう。

—— **技術変化** (Technology change)。新技術は、既存企業の活動効率を高めるばかりでなく、多数の新企業の誕生をもたらす。1990 年代中期以降のインターネット関連の創業ブームはその典型である。技術の進歩はまた、エンジェルと良質な起業家とを結びつける投資機会情報の共有化を促進して、マッチング・プロセスの効率を高める。すでにインターネットが投資情報の仲介効率を改善する上で大きな力を発揮し始めている。

—— **正規化** (Formalization)。エンジェルがシンジケートを作り、共同で投資してポートフォリオの分散化を図ることが一般化されると、エンジェルとベンチャーキャピタリストの境界線が曖昧になり、エンジェル投資のゲームのやり方が正規化していくであろう。

さらに、近年、大銀行やコンサルタント会社がエンジェル市場に進出して、教育プログラム・金融サービスなどを提供し始めている。それによって、エンジェルの企業評価能力が高くなるであろう。また、ミューチュアル・ファンドも、VC ファンドの運営仕方と似たような「ビジネス・エンジェル・ファンド」の可能性を探っていると報じられている。これからの 10 年間に、エンジェル市場の規模は倍増すると予測されている。

2000 年に入ってからネットバブルの崩壊に伴って、VC が投資基準を大幅に引き上げた。収益力や顧客基盤などにおいて、VC が求めているハードルを越えられない大勢のスタートアップ企業にとって、エンジェルはますます重要な外部資金源にになっている。『ビジネス・ウィーク』が書いてあるように、“Now that VC money has become scarce, startups rely more on angels”⁶。

1 Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*.

2 A Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), *Angel Investing*. ngel Investing, pp.188-189.

3 事業会社の VC ファンド出資は 90 年代半ばまでずっと数パーセント程度であったが、その後、ファンドの投資対象企業と提携など、何らかの関係をもちたい IT 関連の大企業が VC ファンド投資を積極化したことで大幅に増加しているのである。

4 Mason, Harrison, "Closing the Regional Equity Capital Gap", Small Business Economics, January 1995.

5 ここに挙げている 5 分類と 9 分類の内容説明は、拙稿 (2000) を参照されたい。

6 BusinessWeek, Dec. 22, 2000.

参 考 文 献

- Benjamin, G. A. and Margulis, J. (1996), *Finding Your Wings: How to Locate Private Investors to Fund Your Ventures*. Wiley.
- Bygrave, W. D. (1997), *The Portable MBA in Entrepreneurship* (second edition), John Wiley & Sons, Inc.
- Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press. 日本合同ファイナンス (株) 訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社, 1995 年。
- Coveney, P. and Moore, K. (1998), *Business Angels — Securing Start Up Finance*, John Wiley & Sons, Inc.
- Darwall, C. and M.J. Roberts (1998), *The Band of Angels*, Harvard Business School, Case N9-898-188.
- Evanson, D. R. (1998), *Where to Go When the Bank Says No: Alternatives for financing Your Business*, Bloomberg Press.
- Freear, J., Sohl J.E. and Wetzel, W. E. Jr (1995), *Angels: personal investors in the venture capital market*, Entrepreneurship & Regional Development, 7: 85-94.
- Gompers, P. and Lerner, J. (1999), *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press.
- Harrison, R. and Mason, C. (1996), *Informal Venture Capital*, Prentice Hall.
- NVCA (1999), *National Venture Capital Association Yearbook*, Venture Economics Information Services.
- Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), *Angel Investing*, Jossey-Bass Inc.
- Sohl, J. E. (1999), *The Early-Stage Equity Market in the USA*, Venture Capital, 1(2): 1-20
- U.S. SBA, *The Facts about Small Business* 1999

Wetzel, W. E. Jr (1983), *Angels and informal risk capital*, Sloan Management Review, 24: 23-34.

小野正人『ベンチャー企業と投資の実際知識』東洋経済新報社, 1997 年。

国民生活金融公庫総合研究所編『起業活動を支える日本のエンジェル』中小企業リサーチセンター, 2000 年。

西澤昭夫「エンジェル・ネットワークの形成と展開」『研究年報経済学』（東北大学）Vol. 61 No.4, 2000 年

汪志平「米国起業家経済におけるビジネス・エンジェルの役割」『経済と経営』Vol.31 No. 3, 2000 年

（付記：本稿は平成 11 年度札幌大学海外留学研修制度による成果の一部である）